

DOI: <https://doi.org/10.33994/kndise.2021.66.81>  
УДК 336.647

**Карен Оганесович Мамиконян**  
кандидат экономических наук, доцент,  
начальник отдела координации научных исследований  
и технического апробирования,  
эксперт отдела финансово-экономических и бухгалтерских экспертиз

ORCID 0000-0001-5719-7404  
E-mail: mamikonyankaren@gmail.com

*Национальное бюро экспертиз Республики Армения*

## **К ВОПРОСУ ОБ ОПРЕДЕЛЕНИИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ КОМПАНИИ В РАМКАХ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭКСПЕРТИЗЫ**

*Целью исследования является разработка рекомендаций по определению рыночной стоимости акций компании в рамках финансово-экономической экспертизы. В статье рассмотрены основные особенности использования комплекса подходов определения рыночной стоимости акций, включаемых в затратный метод. Приведены также факторы, влияющие на рыночную стоимость акций, которые, предпочтительно учитывать эксперту в ходе определения рыночной стоимости акций компании при производстве финансово-экономических экспертиз.*

**Ключевые слова:** оценка акции, рыночная стоимость, затратный подход, метод стоимости чистых активов, метод ликвидационной стоимости, справедливая стоимость, финансово-экономическая экспертиза.

**Постановка проблемы.** Акции, как известно, представляют собой важнейший инструмент формирования и аккумуляции финансовых ресурсов компании, эффективное управление которыми невозможно без оценки их стоимости. Теория оценки стоимости акций является, по сути, оценкой бизнеса предприятия. Основная цель любого вида бизнеса – это увеличение его стоимости для акционеров, что является главным показателем эффективной деятельности компании и её деловой активности. Следовательно, акция является лишь одной из форм отображения права собственности на активы предприятия.

**Анализ последних исследований и публикаций.** В данной статье использованы результаты научных разработок А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой [5], Р. F. Reilly, R. P. Schweihs [8], В. Е. Есипова, Г. А. Маховиковой [10], О. В. Коробкова [12], С. Г. Брунгильд [13], Ю. Белогорцева [14], Дж. Р. Хитчнер [15], А. Н. Фоменко [17], А. С. Вовк, П. А. Козина, Д. Д. Кузнецова [19] в которых рассмотрены отдельные проблемы определения рыночной стоимости акций компаний. Также проанализированы основные документы,

определяющие стоимость акций и ликвидационную стоимость объектов недвижимости в Российской Федерации.

**Целью исследования** является разработка рекомендаций по определению рыночной стоимости акций компании в рамках финансово-экономической экспертизы.

**Изложение основного материала.** На практике биржевая капитализация компании во всех случаях представляет собой величину, которая лежит в основе фактически реализованной сделки купли-продажи акций компании. В случае определения рыночной цены капитализации компании, оценщик, как правило, должен заранее определить курс акций, то есть ее рыночную цену. Данная операция подразумевает среднюю арифметическую стоимость цен последних сделок, проведенных с акциями из расчёта цены одной акции, имея в виду, что, например в течение одного и того же дня могут быть проведены несколько сделок с меняющимся курсом акций (на практике принимается также цена последней сделки). На следующей стадии для вычисления стоимости капитализации компании, общее число акций, находящихся в обращении, умножается на курс акции [1].

Для того чтобы определить рыночную стоимость одной акции, необходимо провести рыночную оценку стоимости всего бизнеса, применяя один из трёх известных подходов к оценке: затратный, сравнительный и доходный, либо комплекс подходов, а затем выделить стоимость оцениваемого пакета акций из общей стоимости. Важно подчеркнуть, что механизм определения рыночной стоимости как 100 % акций предприятия (т. е. всего бизнеса), так и отдельно взятых пакетов акций, является идентичным. Только после определения стоимости бизнеса целиком, определяется стоимость соответствующего пакета акций (доли), с применением, в случае необходимости, соответствующих механизмов, а именно надбавки за контрольность или скидки на неконтрольность касательно характера доли собственности, или надбавки за риск и т. п. Необходимо отметить, что при оценке пакетов акций выделяют: 1) миноритарный (неконтролирующий) пакет акций, 2) блокирующий пакет акций, 3) складочный мажоритарный пакет акций, 4) мажоритарный (контролирующий) пакет акций [2]. С точки зрения вышеизложенного, необходимо учитывать, что большое влияние на стоимость пакета акций оказывает степень его контроля, определяемая законодательством об акционерных обществах и учредительными документами предприятия.

Что же касается экспертной оценки акции, то следует упомянуть, что оценка проводится компетентным экспертом (специалистом) и основывается на обобщении существующих на данный момент обоснованных подходов и методологиях, а также аналитических результатов, связанных с тенденциями колебания стоимости акций. Оценка акции представляет собой экспертные (профессиональные) мероприятия, проводимые с целью определения их рыночной стоимости на текущий момент.

Экспертная оценка стоимости акций применяется при:

– определении ликвидационной стоимости акций (долей) и обязательств при ликвидации (банкротства), а также при реорганизации компании;

- установлении достоверной рыночной стоимости акции в спорной ситуации или в суде;
- выкупе обществом акций, принадлежащих акционерам;
- купле-продаже пакетов акций (долей) и долговых обязательств;
- изменении величины уставного капитала организации;
- вовлечении в сделку акции, полностью или частично принадлежащих государству;
- определении стоимости бизнеса;
- переоценке финансовых вложений;
- оценке стоимости ценных бумаг, предоставляемых в качестве залога, в т. ч. при реструктуризации задолженности перед бюджетом, и для других нужд (как известно, действующее законодательство предусматривает некоторые случаи, когда оценка акций является обязательной);
- а также в целях налогообложения и для определения стоимости наследства.

Основными факторами, влияющими на стоимость ценной бумаги (имеется в виду проведение и оценки акций, и оценки других ценных бумаг) являются:

- ликвидность данной ценной бумаги (ликвидность рынка в целом, ликвидность акций как актива и ликвидность самой компании);
- соотношение спроса и предложения по аналогичным ценным бумагам на торговых площадках;
- котировки аналогичных ценных бумаг;
- доходность или текущая стоимость будущего дохода;
- характеристики эмитента (местонахождение, отраслевая принадлежность, финансовые показатели);
- надёжность ценной бумаги, то есть риски неисполнения обязательств.

В этом случае уместно изложить следующую концепцию: важнейшим фактором, влияющим на рыночную стоимость акций, является их ликвидность, поэтому необходимо рассматривать ликвидность рынка в целом, ликвидность акции как актива и ликвидность самой компании в комплексном подходе, и только после этого можно реально оценить влияние данного фактора. В условиях сложившейся современной запутанной экономики в настоящее время в целом принято определять премию (скидку) к рыночной цене акций в зависимости от их ликвидности (недостаточной ликвидности).

Понятие рыночной стоимости лежит в основе всей оценочной деятельности. Основой для оценки акций является определение их стоимости как финансового инструмента, способного приносить прибыль его владельцу. Основными способами извлечения прибыли являются получение дивидендов и рост стоимости акции, связанный с улучшением финансовых показателей компании, расширением её бизнеса и увеличением стоимости её активов. Согласно российскому законодательству: *под рыночной стоимостью акции понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчуждён на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства* [3].

Следует отметить, что в мировой практике оценочной деятельности обычно применяются несколько методов, относящихся к различным подходам. Появление множества методов оценки в значительной мере отражает невозможность точного определения факторов, влияющих на стоимость ценных бумаг: доходы, бухгалтерская прибыль, балансовая стоимость, экономический доход или дисконтированные денежные потоки. Поэтому с учетом лучших практик определяют итоговую величину оценки, рассчитывая средневзвешенную стоимость по весомости каждого из методов. Оценочная экспертиза может быть проведена для определения рыночной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, эмитированных открытыми или закрытыми акционерными обществами.

К факторам, имеющим наибольшее значение при оценке стоимости акций, следует отнести:

- рентабельность и ликвидность акционерного общества;
- конъюнктуру фондового рынка и его общее состояние;
- размер дивидендов (в зависимости от выбранной дивидендной политики);
- величину отраслевых и инвестиционных рисков.

Кроме того, стоимость акций зависит от территориального нахождения юридического лица, темпов прироста стоимости, отраслевой принадлежности эмитента, стоимости чистых активов компании, вида акции, ее котируемости на рынке, внутренней и международной экономической ситуации, мотивов поведения типичных покупателей и продавцов и т. п.

Из трех вышеотмеченных подходов оценки акций, суть которых полностью отражается в подходах оценки бизнеса, доминирующим является метод дисконтированных денежных потоков, дающий наиболее точную оценку движения цен акций. Метод дисконтирования денежных потоков (DCFА) является эффективным методом оценки фирмы, если предполагается, что структура капитала фирмы будет неизменной. Например, причиной изменения является выкуп с использованием финансового рычага (Leveraged Buyout – LBO). В данных ситуациях зачастую рекомендуется использовать специальные варианты DCFА, а именно метод скорректированной текущей стоимости (Adjusted Present Value-APV). Согласно этой методике операционная стоимость бизнеса определяется как сумма приведённая к настоящему моменту стоимости будущих денежных потоков. Метод APV является эффективным способом измерения стоимости в условиях меняющейся структуры капитала: поиск такого уровня финансового рычага, при котором компания сможет достичь максимума своей рыночной стоимости. По мнению американского экономиста, профессора Стюарта Майерса, основные виды побочных эффектов в методе APV включают эффект налогового щита и издержки финансовых затруднений.

Однако, в настоящей работе, при определении рыночной стоимости акций компании в рамках финансово-экономической экспертизы, основное внимание уделено затратному (имущественному) методу, а именно объединению и поэтапному выявлению основных нюансов необходимых при использовании комплекса подходов, включённых в затратный метод, так как данный метод с учётом особенностей экспертного направления может дать

более корректные результаты. Следует подчеркнуть, что применение затратного подхода к оценке при установлении стоимости акций, хотя, является длительным и трудоёмким, но вместе с тем более обоснованным подходом.

Рассматривая затратный подход, следует отметить, что он учитывает величину издержек, которые понесёт собственник, для создания данного бизнеса. Базовым равенством в затратном подходе является: *собственный капитал = активы – обязательства*, то есть согласно последнему стоимость бизнеса складывается из суммы его активов за вычетом суммы обязательств на основе данных бухгалтерской отчётности (балансовой стоимости чистых активов общества), но с учётом некоторых корректировок.

Рассматриваемый подход представлен двумя основными методами:

- 1) Метод стоимости чистых активов (*Net Asset Value – NAV*);
- 2) Метод ликвидационной стоимости.

*Метод стоимости чистых активов* является ведущим методом затратного подхода. Основная идея данного метода заключается в перестройке бухгалтерского баланса в экономический оценочный баланс, то есть, метод основывается на несовпадении балансовой и рыночной стоимости имущества, а также обязательств предприятия. Следует отметить, что метод стоимости чистых активов даёт наиболее точную оценку стоимости компании, по той простой причине, что процедура оценки предполагает определение реальной рыночной стоимости каждой статьи актива баланса и обязательств.

Как известно, балансовая стоимость акции показывает, сколько может получить держатель одной обыкновенной акции в случае ликвидации компании. Однако та величина, которая определяется на основе данных бухгалтерской отчётности, будет являться лишь балансовой стоимостью чистых активов общества. В данном контексте необходимо привести выдержку из утверждённого приказом Министерства финансов Российской Федерации от 28.08.2014 № 84н «Порядка определения стоимости чистых активов»: «...*Стоимость чистых активов определяется как разность между величиной принимаемых к расчёту активов организации и величиной принимаемых к расчёту обязательств организации. Принимаемые к расчёту активы включают все активы организации, за исключением дебиторской задолженности учредителей (участников, акционеров, собственников, членов) по взносам в уставный капитал, по оплате акций. Принимаемые к расчёту обязательства включают все обязательства организации, за исключением доходов будущих периодов, признанных организацией в связи с получением государственной помощи, а также в связи с безвозмездным получением имущества...*» [4].

Таким образом, исходя из поставленной задачи – установления рыночной стоимости бизнеса, с помощью последней и стоимости оцениваемых акций, оценщик фактически обязан осуществить переход от балансовой стоимости чистых активов к их рыночной стоимости.

Таким образом, чистая стоимость компании (NAV) рассчитывается по формуле:

$$NAV = PCA - ТСП, \quad (1)$$

где: *РСА* – рыночная стоимость активов;

*ТСП* – текущая стоимость пассивов.

Следует так же отметить, что метод стоимости чистых активов даёт наиболее точную оценку стоимости компании, однако во многих случаях отсутствия доступа к необходимым данным о рыночной стоимости активов мешает процедуре оценке.

Подчеркну, что, как известно, расчёт методом стоимости чистых активов в соответствии с классическим способом включает следующие этапы:

1) оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;

2) определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования;

3) выявляются и оцениваются нематериальные активы;

4) определяется рыночная стоимость финансовых вложений (как долгосрочных, так и краткосрочных);

5) переводятся товарно-материальные запасы в текущую стоимость;

6) оценивается дебиторская задолженность;

7) оцениваются расходы будущих периодов;

8) переводятся обязательства предприятия в текущую стоимость;

9) определяется стоимость собственного капитала путём вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств [5, с. 154, 316].

В данном случае уместно упомянуть, что ограничения использования данного подхода связано, прежде всего, с высокой трудоёмкостью процесса переоценки активов, что требует проведения инвентаризации и комплексного анализа каждого актива.

*В рамках же оценки обоснованной рыночной стоимости основных средств* конечная цель оценки – расчёт на конкретную дату обоснованной стоимости объектов, который в существенной мере, зависит от ситуации на рынке. Уместно также привести следующее положение из Международного стандарта финансовой отчётности (IAS) 16 «Основные средства», параграф 34: *«Частота проведения переоценки зависит от изменения справедливой стоимости переоцениваемых объектов основных средств. Если справедливая стоимость переоценённого актива существенно отличается от его балансовой стоимости, требуется дополнительная переоценка. Некоторые объекты основных средств характеризуются значительными и волатильными изменениями справедливой стоимости, что вызывает необходимость в проведении ежегодной переоценки...»* [6].

При трактовке термина «справедливая стоимость», скорее всего, следует учитывать следующее положение из параграфа 9 Международного стандарта финансовой отчётности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»:

*«... понятие «справедливая стоимость» как цена, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при передаче обязательства в ходе обычной сделки между участниками рынка на дату оценки ...»* [7].

Данная оценка производится с точки зрения участников рынка и не оказывает влияния на намерение компании в отношении оцениваемого по справедливой стоимости актива, обязательства или капитала.

В рамках оценки нематериальных активов, важно подчеркнуть, что стоимость нематериального актива является производной от его нематериального характера [8, с. 9]. В пояснение данного постулата можно сослаться на «Международный стандарт финансовой отчётности (IAS) 38 «Нематериальные активы» параграфа 17: «К будущим экономическим выгодам, происходящим из нематериального актива, могут относиться выручка от продажи продукции или услуг, снижение затрат или другие выгоды, возникающие от использования актива организацией. Например, использование интеллектуальной собственности в процессе производства может способствовать сокращению будущих производственных затрат, а не увеличению будущей выручки». Что же касается пункта 21 того же стандарта: «Нематериальный актив подлежит признанию тогда и только тогда, когда:

(а) признается вероятным, что организация получит связанные с данным объектом будущие экономические выгоды; и (b) первоначальная стоимость данного актива может быть надёжно оценена» [9].

В данном случае также уместно упомянуть, что при оценке нематериальных активов широко используются следующие методы:

- освобождение от лицензионного вознаграждения (данный метод широко известен как метод освобождения от роялти);
- дисконтирование денежных доходов (потоков);
- прямая капитализация доходов;
- избыточная прибыль;
- выигрыш в себестоимости;
- преимущество в прибылях.

В рамках определения рыночной стоимости финансовых вложений следует отметить, что самыми распространенными финансовыми вложениями организаций являются вложения в ценные бумаги. По структуре различают следующие виды финансовых вложений:

- ценные бумаги;
- депозитные вклады в кредитных организациях;
- предоставленные другим организациям займы;
- вклады в уставные капиталы других организаций;
- дебиторская задолженность, приобретённая на основании уступки права требования.

В разных литературных источниках финансовые вложения классифицируются по: сроку погашения, характеру финансовых вложений, эмитенту, отношению к рынку, цели организации в отношении того или иного финансового актива, способу отражения в учёте и т. д.

С точки зрения экономической теории стоимость ценных бумаг определяется их ценностью для будущих покупателей, а также спросом и предложением на фондовом рынке. Стоимость ценной бумаги представляет собой денежный эквивалент ее конкретных инвестиционных качеств и возможностей, зависящий от целей и методов оценки. Она необходима для учёта, анализа, планирования и оперативного контроля за состоянием и структурой фондового портфеля и определения эффективности управления ценными

бумагами как единым финансовым продуктом.

Как известно, финансовые вложения принимаются к бухгалтерскому учёту по первоначальной стоимости. В последнюю входят все фактические затраты организации по приобретению их за плату. К фактическим затратам на приобретение активов в качестве финансовых вложений следует отнести: суммы уплачиваемые продавцу, вознаграждения посреднической организации, расходы за услуги дилеров, проценты по кредитам и займам, иные затраты и т. д. Подчеркну, что со временем первоначальная стоимость финансовых вложений может изменяться. В этом случае необходимо провести, так называемую, последующую оценку финансовых вложений, т.е. корректировку их первоначальной стоимости.

В настоящее время порядок определения рыночной цены ценных бумаг и в частности предельной границы колебаний их рыночной цены в основном действует только для ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке. К данной категории относятся акции акционерных обществ, государственные и корпоративные облигации, паи паевых фондов, депозитные расписки. Корректировки до текущей рыночной стоимости ценных бумаг организация обязана проводить на конец отчётного года. Однако, в целях подготовки бухгалтерской отчётности, отражающей реальную стоимость активов, проводить переоценку в настоящее время следует как минимум ежеквартально.

*В рамках определения текущей стоимости товарно-материальных запасов* важно подчеркнуть, что оценка рыночной стоимости материальных активов производится методами оценки недвижимости, оборудования и других основных активов. Используются главным образом рыночный и затратный подходы. Но наиболее распространённым стандартом оценки стоимости, в большинстве случаев является стоимость замещения, учитывающая физическое, функциональное, техническое и экономическое устаревание [10, с. 105].

Метод стоимости замещения является одним из методов оценки стоимости активов предприятия как целостного имущественного комплекса, основанного на определении стоимости затрат, необходимых для воссоздания всех активов, аналогичных активам, входящим в состав имущества оцениваемого предприятия. Он устанавливает, что максимальная цена собственности определяется минимальной суммой, которую следует заплатить при покупке объекта аналогичной полезности. В таком случае используется стоимость замещения, под которой понимают стоимость нового актива, эквивалентного оцениваемому по значению и его функциональным возможностям.

Этот метод позволяет получить более точную стоимость чистых активов целостного имущественного комплекса в сравнении с их балансовой оценкой. В этом случае учитывается не только фактор инфляции (расчёт осуществляется в текущих ценах), но и затраты труда по формированию комплекса всех активов, а также фактор морального износа. Метод ориентирован только на оценку материальных активов и приемлем для капиталоемких предприятий. Наиболее сложным моментом применения данного метода является определение средней цены строительства функционального аналога оцениваемого предприятия [12].

В рамках оценки дебиторской задолженности следует отметить, что определение рыночной стоимости этих задолженностей, можно сказать, непростой процесс. Первым реализуемым шагом в этом процессе является анализ состава дебиторской задолженности на предмет наличия просроченной задолженности. Более правильным, с точки зрения учёта всех факторов, влияющих на рыночную стоимость задолженности, является применение метода дисконтирования, т. е. использование не абсолютной, а относительной корректировки [13].

Анализ общей дебиторской задолженности предприятия проводится по следующим основным этапам:

1. Анализ старения счетов дебиторов. Исходной информацией для его составления являются данные бухгалтерского учёта по задолженности конкретных контрагентов. При этом важно получить информацию не только о сумме задолженности, но и о сроках её возникновения. Для получения информации о просроченности задолженности следует провести анализ договоров с контрагентами.

2. Определение структуры и динамики изменения каждой статьи дебиторской задолженности предприятия.

3. Определение срока оборачиваемости дебиторской задолженности.

После общего анализа состава и структуры дебиторской задолженности необходимо проанализировать и дать ей оценку с точки зрения реальной стоимости. Это связано с тем, что не вся дебиторская задолженность может быть взыскана. Возвратность её определяется на основе прошлого опыта и текущих условий [14, с. 4].

Здесь можно отметить, что на конечную стоимость задолженности будут влиять:

- юридические основания к появлению долга;
- наличие просроченных платежей и обременений по ним;
- платёжеспособность дебитора;
- наличие имущественного залога или банковской гарантии.

На основании всего вышеперечисленного подбираются наиболее действенные подходы оценки и определяется объективная стоимость задолженности на текущее число, при данной стоимости денег. При оценке дебиторской задолженности наиболее применимым подходом из трёх существующих является доходный, который реализуется с помощью метода дисконтирования величины потока возврата долгов. Величина дисконта в данном случае будет зависеть от сложности истребования долга и наличия у должника денежных либо имущественных активов. Затратный подход неприменим, так как его использование приведет к результатам оценки дебиторской задолженности равным балансовой стоимости. Сравнительный подход практически не используется, так как для того, чтобы учесть все необходимые для определения стоимости ценообразующие факторы, необходимой информации в открытых источниках крайне мало.

В рамках доходного подхода последовательность действий при определении рыночной стоимости дебиторской задолженности, по всей видимости, может являться следующей:

1) определяется полная сумма задолженности по договору на дату оценки, включая сумму основного долга, начисленные проценты, штрафы, неустойки;

2) определяются планируемые источники погашения задолженности;

3) определяются плановые сроки погашения задолженности;

4) определяются расходы, необходимые на истребование задолженности.

Дисконтируются чистые доходы (за вычетом расходов) на дату оценки.

Суть методики оценки дебиторской задолженности сводится к определению безнадёжных дебиторов и уменьшению балансовой стоимости на данную величину, а также приведению к нынешней стоимости будущих платежей по дебиторской задолженности [15].

В рамках оценки расходов будущих периодов основной задачей является проверка обоснованности отнесения затрат к расходам будущих периодов и распределение срока отнесения на издержки производства и обращения. Расходы будущих периодов являются затраты, понесённые организацией в отчётном периоде, но относящиеся к следующим отчётным периодам, и, если существует связанная с ними выгода, то они оцениваются по номинальной стоимости, если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.

Прежде всего, необходимо представить определяющие факторы для признания актива – это его подконтрольность организации и возможность получения от актива экономических выгод, то есть притока денежных средств. Экономические выгоды же актив приносит, как известно, когда он может быть: а) использован обособленно или в сочетании с другим активом в процессе производства продукции, работ, услуг, б) обменён на другой актив, в) использован для погашения обязательства, г) распределён между собственниками организации. С этой точки зрения можно сформулировать следующее положение: стоимость актива составляет из средств, затраченных на его приобретение, создание, введение в производство и т.п. Все эти затраты попадают на баланс в том отчётном периоде, когда их документально произвели (признавали), даже если реально оплачивали не в рассматриваемое время.

Однако, для некоторых активов в бухгалтерских нормативных актах разрешается прописывать условия, по которым некоторые затраты на них отражаются и списываются по другим, отличным от общих, правилам (то есть не в момент оплаты, а позже). Естественно, упомянутые затраты нельзя отразить на балансе в момент оплаты, так как прибыль от их вложений проявится в других отчётных периодах и будет списываться постепенно и равномерно в течение всего срока службы данного актива. Поэтому эти затраты относят к расходам будущих периодов. В частности, к расходам будущих периодов можно отнести следующие расходы, произведённые организацией:

– платежи за предоставленное право использования результатов интеллектуальной деятельности (средства, затраченные на сертификацию продукции, получение патента, приобретение лицензионного программного обеспечения);

– затраты на рекультивацию земель;

- расходы по договору строительного подряда, понесённые в связи с предстоящими работами (однако вероятность заключения договора в отчётный период, в котором возникли расходы, должна быть высокой);
- дополнительные расходы по займам и кредитам;
- начисленные как проценты или дисконт по облигациям, так и проценты на вексельную сумму;
- стоимость отпущенных в производство материалов в случаях проведения подготовительных работ в сезонных отраслях;
- расходы на приобретение лицензии на осуществление деятельности, права на которую не подлежат передаче в порядке правопреемства;
- приобретение полисов добровольного страхования (медицинского, имущественного, транспортного);
- средства на текущие рекламные акции;
- финансы на запуск новых мощностей, освоение оборудования и т. д.

В рамках затратного подхода очень важно быть уверенным, что еще существует выгода, которая коррелирует с указанными в составе отчётности расходами будущих периодов.

*В рамках перевернутое обязательств предприятия в текущую стоимость* следует иметь в виду, что принимаются к расчёту долгосрочные и краткосрочные обязательства, отражаемые в разделах бухгалтерского баланса. Обязательства предприятия оцениваются с учётом сроков их наступления. При этом применяется процедура дисконтирования. То есть все краткосрочные и долгосрочные обязательства предприятия приводятся к текущей стоимости на единую для всех данных пассивов дату. Корректировка обязательств предприятия проводится с учётом признания их со стороны самой компании.

Расчёт рыночной стоимости обязательств компании подразумевает определение текущей стоимости будущих выплат по ним. Эти выплаты прогнозируются на базе фактических условий договоров и других документов, регулирующих задолженность, а их текущая стоимость определяется с учётом действующих на дату оценки рыночных ставок по обязательствам с аналогичным риском.

В оценке рыночной стоимости обязательств, как правило, не отображаются два типа задолженностей: во-первых, в расчёт не берётся значение отложенных налогов, так как они рассматриваются в качестве субсидий со стороны государства и поэтому отражаются в рыночной стоимости собственного капитала фирмы, и во-вторых, текущие обязательства предприятия, которые рассматриваются в виде балансовой величины для текущих активов фирмы. В дополнение к изложенному, следует отметить, что получаемое значение положительного или отрицательного чистого оборотного капитала также влияет на рыночную стоимость собственных средств компании [16]. Кстати, стоит так же отметить, что если в оценке бизнеса принято краткосрочные обязательства рассчитывать по балансовой стоимости, то, что касается долгосрочных обязательств, они могут быть скорректированы пересчётом в текущую стоимость всех платежей по погашению заёмного капитала (с выплатой процентов по кредиту) по норме отдачи на капитал, рассчитанной для предприятия.

Таким образом, если обобщить вышеизложенное, то главное достоинство метода затратного подхода состоит в том, что оценки, полученные им, основаны на реальных ценностях, находящихся в собственности объекта. Это позволяет проводить оценку даже при отсутствии ретроспективных данных о производственно-финансовых результатах, поэтому они пригодны и для оценки новых объектов.

*Метод ликвидационной стоимости* представляет собой рыночную стоимость объекта оценки за вычетом всех затрат, связанных с его реализацией, включая: комиссии на реализацию, стоимость рекламы, затраты на хранение, налоги и сборы (в общем-то прочие текущие затраты, связанные с ликвидацией предприятия). Полученная таким образом ликвидационная стоимость корректируется на величину прибыли (убытков), полученной от основной производственной деятельности за ликвидационный период.

Данный метод прежде всего следует использовать при оценке предприятия, находящегося на грани банкротства. Это проявляется в информации о низких или даже отрицательных доходах, что служит показателем экономического устаревания бизнеса. В этом случае бизнес должен быть ликвидирован, а активы реализованы по рыночной цене.

При определении ликвидационной стоимости объекта оценки определяется расчётная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчуждён за срок экспозиции объекта оценки (но при меньшем типичном сроке экспозиции для рыночных условий), в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества [17]. Следует отметить, что понятия «ликвидационная стоимость» и «метод ликвидационной стоимости» не тождественны, так как метод позволяет определить рыночную стоимость бизнеса исходя из определённых предпосылок. Важно подчеркнуть, что ликвидационная стоимость может быть разной в зависимости от того является ли продажа срочной или она происходит в обычном порядке. Для последнего случая ликвидационная стоимость будет близка к реальной рыночной стоимости за вычетом затрат.

При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние специфических обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным, за срок экспозиции, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий.

Формула расчёта ликвидационной стоимости актива при ограниченном сроке экспозиции у большинства авторов сводится к следующей:

$$ЛС = РС \times K, \quad (2)$$

где: ЛС – ликвидационная стоимость объекта;

РС – рыночная стоимость объекта;

К – коэффициент перехода от рыночной стоимости к ликвидационной.

Некоторые авторы сходятся во мнении, что ликвидационная стоимость должна быть ниже рыночной стоимости, при этом следует отметить, что основными факторами снижения стоимости считаются: фактор ограниченного срока реализации и фактор эластичности спроса по цене [18].

Существует несколько общеизвестных методик определения скидки на факт вынужденной продажи. С позиции расчёта величины скидки на факт вынужденности продажи методики делятся на две группы. К первой группе относятся методики, предложенные Ю. В. Козырем, М. Б. Мжельским и О. А. Ахметовой, в которых главным является фактор ограниченного срока реализации. Вторая группа методик связана с некоторыми условными представлениями, которые предложены А. Ю. Родиной, В. Ю. Рословой, А. И. Мышановой, И. А. Подколзиной.

В этом контексте особое внимание заслуживает пример оценки ликвидационной стоимости предмета залога, как величины, характеризующей возвратность выданных ранее кредитных средств в случае наступления дефолта заёмщика. Ликвидационная стоимость в этих случаях может быть определена на основании следующей формулы:

$$LC = \frac{ЧСП \times (1 - K_{норм} - K_{кол})}{(1 + R/12)^{(d_l - d_o)}}, \quad (3)$$

где:  $LC$  – ликвидационная стоимость объекта;

$ЧСП$  – чистая стоимость реализации предмета залога;

$K_{норм}$  – коэффициент, учитывающий размер денежных средств, перечисляемых на счёт должника для удовлетворения требований кредиторов первичных и вторичных очередей [19];

$K_{кол}$  – коэффициент, учитывающий расходы на коллектора;

$d_l - d_o$  – период между датой оценки (датой возможного дефолта) и датой реализации предмета залога на торгах в месяцах;

$R$  – ставка дисконтирования.

Здесь можно упомянуть, что в общих случаях, метод ликвидационной стоимости используется, когда:

– компания находится в состоянии банкротства или есть серьёзные сомнения относительно её способности продолжать оставаться действующим предприятием;

– оцениваемая доля собственности представляет либо контрольный пакет, либо такую долю, которая способна вызвать продажу активов компании;

– текущие и прогнозируемые денежные потоки компании от производственной деятельности невелики по сравнению со стоимостью её чистых активов.

В целом можно констатировать, что одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость имущества предприятия, является степень ликвидности данной собственности. Если же рыночную стоимость невозможно достоверно определить, то оценивание выполняется на основе возмещаемой стоимости изношенного объекта. В данном случае основные средства учитываются по переоценённой стоимости.

Что касается переоценки активов, то обычно она должна проводиться со стороны оценщика, имеющего независимую профессиональную

квалифікацію. Згідно вимогам параграфа 31 Міжнародного стандарту фінансової звітності (IAS) 16 «Основні засоби»:

*«... Переоцінка повинна вироблятися з достаточної регулярністю, щоб не допустити суттєвого відхилення балансової вартості від тієї, яка була б визначена з використанням справедливої вартості по стану на дату закінчення звітного періода».*

Відповідно до вищезгаданого стандарту реальна вартість деяких одиниць основних засобів може значно зменшитися, а також і в односторонній формі змінюватися, що викликає необхідність проведення щорічної переоцінки.

Таким чином, балансова вартість активів, в разі просрочки їх переоцінки з причини бездіяльності керівництва адміністрації, може в принципі і не намагатися наближатися до реальної вартості активу. Наслідково, ринкова ціна і балансова ціна активу віддаляються одна від одної з часом все більше і більше (хоча можливо в якийсь момент часу спостерігати зворотню ситуацію). Тут важливо підкреслити, що міжнародні стандарти фінансової звітності дозволяють / вимагають, щоб деякі активи розраховувалися по реальній вартості, або переоцінювалися (наприклад, IAS 16 «Основні засоби», IAS 38 «Нематеріальні активи», IAS 40 «Інвестиційна нерухомість» і IFRS 9 «Фінансові інструменти»).

Так, якщо розглядати функцію переоцінки основних засобів, то в першу чергу необхідно відкинути ту передумову, що переоцінка вартості основних засобів проводиться для вирівнювання різниці між їх балансовою вартістю і поточною (відновительною) вартістю аналогічних об'єктів на активному ринку. При цьому фактична і розрахована вартість об'єкта порівнюються за допомогою спеціально розрахованого коефіцієнта, який враховує пропорційне зменшення первинної вартості об'єкта і визначення на його основі поточної відновительної вартості.

Слід відзначити, що в основному переоцінка основних засобів впливає на наступні характеристики діяльності підприємства:

- первинна (відновительна) вартість основних засобів;
- накоплені амортизації по основним засобам;
- залишкова вартість основних засобів;
- розмір доданої капіталу або нерозподіленої прибутку;
- податок на майно (при обчисленні податку на майно використовується залишкова вартість майна за даними бухгалтерського обліку);
- податок на прибуток (через зміну податку на майно), а також в відповідному розмірі на отриману чисту прибуток.

**Висновки.** Розглядаючи процедуру переоцінки вартості основних засобів, слід відзначити, що остання є складним, багатоступінчастим процесом, який вимагає формування професійного висновку спеціаліста в області бухгалтерського обліку. З цієї причини при виробництві фінансово-економічних експертиз експерт-дослідник повинен бути впевнений, що переоцінка необхідного майна, зокрема

мере в публичных компаниях (акционерные общества, ценные бумаги которых имеют свободное обращение на фондовом рынке), проводилась относительно недавно, основываясь на соответствующих рыночных сигналах. Конечно, регулярная переоценка имущества имеет также свои, можно сказать, минусы, но если учитывать факт, что особенно в публичных компаниях по разным причинам (представлены выше) возникает необходимость определять рыночную стоимость акций, которая в свою очередь, как услуга, требует некоторые финансовые затраты, можно чётко систематизировать и классифицировать (ввести в политику бухучета) по срокам: приобретение, строительство, эксплуатацию, амортизацию и т. д., а также по возможности ликвидность разных имуществ компании нуждающихся в переоценке. Следовательно, в процессе определения рыночной стоимости имущества (активов) организации в рамках производства финансово-экономических экспертиз проблемные вопросы могут возникнуть в основном с неправильным выбором и применением методов и подходов оценки.

#### Перечень ссылок

1. Мамиконян К. О. О некоторых подходах к определению стоимости рыночной капитализации компании при проведении финансово-экономической экспертизы. *Теорія та практика судової експертизи і криміналістики*. Харків, 2018. Вип. 18. С. 484-491. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Tpsek\\_2018\\_18\\_58](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Tpsek_2018_18_58)
2. Акция\_(финансы).URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/>
3. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19586/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/)
4. Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов: приказ Минфина РФ от 28.08.2014 № 84н. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_169895/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_169895/)
5. Оценка бизнеса: учебное пособие / под ред. Грязновой А. Г., Федотовой М. А. Москва, 2001. 512 с.
6. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 16. Основные средства: в ред. Поправок, утв. Приказом Минфина РФ от 27.06.2016 № 98н, МСФО (IFRS) 15, утв. Приказом Минфина

#### References

1. Mamikonyan, K. O. (2018). On some approaches to determining the value of a company's, market capitalization when conducting financial and economic expertise. *Theory and practice of forensic science and criminalistics*. Kharkiv. Issue 18 P. 484-491. Retrieved from: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Tpsek\\_2018\\_18\\_58](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Tpsek_2018_18_58) (in Russian).
2. Share\_(finance). Retrieved from: <https://ru.wikipedia.org/wiki/>(in Russian).
3. On appraisal activities in the Russian Federation: Federal Law as of July 29, 1998 No. 135-ФЗ. Retrieved from: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19586/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/) (in Russian).
4. On approval of the Procedure for determining the value of net assets: order of the Ministry of Finance of the Russian Federation dated 28.08.2014 No. 84н. Retrieved from: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_169895/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_169895/) (in Russian).
5. Griaznova, A. G., Fedotova, M. A. (Eds). (2001). *Business appraisal: textbook*. Moscow. 512 p. (in Russian).
6. International Financial Reporting Standard (IAS) 16. О Fixed assets: as amended. Amendments approved. By order of the Ministry of Finance of the Russian Federation of June 27, 2016 No. 98н, IFRS 15, approved by Order

- РФ от 27.06.2016 № 98н, МСФО (IFRS) 16, утв. Приказом Минфина РФ от 11.07.2016 № 111н. URL: <https://finmanagement.com.ua/wp-content/uploads/2018/03/ias16.pdf>
7. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13. Оценка справедливой стоимости (в ред. МСФО (IFRS) 9, утв. Приказом Минфина РФ от 27.06.2016 № 98н, МСФО (IFRS) 16, утв. Приказом Минфина РФ от 11.07.2016 № 111н). URL: <https://finotchet.ru/articles/100/>
8. Reilly R. F., Schweihs R. P., Guide to Intangible Asset Valuation, Revised ed. New York: American Institute of Certified Public Accountants, Inc., 2014.
9. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 38. Нематериальные активы (в ред. поправок, МСФО (IFRS) 15, утв. Приказом Минфина РФ от 27.06.2016 № 98н, МСФО (IFRS) 16, утв. Приказом Минфина РФ от 11.07.2016 № 111н, поправок, утв. Приказом Минфина РФ от 30.10.2018 № 220н). URL: <https://finotchet.ru/articles/155/>
10. Оценка бизнеса: учебное пособие. / под ред. В. Е. Есипова, Г. А. Маховиковой. Санкт Петербург, 2010. 512 с.
11. Метод стоимости замещения. URL: <https://discovered.com.ua/glossary/metod-stoimosti-zameshheniya/>
12. Коробкова О. В. Как определить стоимость акций при подготовке сделки. *Акционерное общество: вопросы корпоративного управления*. 2011. № 5 (май).
13. Брунгильд С. Г. Управление дебиторской задолженностью. Москва, 2007. 206 с.
14. Белогорцева Ю. Как оценить дебиторскую задолженность. URL:
- of the Ministry of Finance of the Russian Federation of June 27, 2016 No. 98н, IFRS 16, approved by Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation of July 11, 2016 No. 111н. Retrieved from: <https://finmanagement.com.ua/wp-content/uploads/2018/03/ias16.pdf> (in Russian).
7. International Financial Reporting Standard (IFRS) 13. Fair value assessment (as amended by IFRS 9, approved by Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation dated June 27, 2016 No. 98н, IFRS 16, approved by Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation dated July 11, 2016 No. 111н). Retrieved from: <https://finotchet.ru/articles/100/> (in Russian).
8. Reilly, R. F., Schweihs, R. P. (2014). Guide to Intangible Asset Valuation, Revised ed. New York: American Institute of Certified Public Accountants, Inc. (in English).
9. International Financial Reporting Standard (IFRS) 38. Intangible assets (as amended by amendments, IFRS 15, approved by the Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation dated June 27, 2016 No. 98н, IFRS 16, approved by the Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation dated July 11, 2016 No. 111н, amendments approved by Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation No. 220н dated 30.10.2018). Retrieved from: <https://finotchet.ru/articles/155/> (in Russian).
10. Esipova, V. E. Makhovikova, G. A. (Eds.). (2010). Business Appraisal: A Study Guide. Saint Petersburg. 512 p. (in Russian).
11. Replacement cost method. Retrieved from: <https://discovered.com.ua/glossary/metod-stoimosti-zameshheniya/> (in Russian).
12. Korobkova, O. V. (2011). How to determine the value of shares when preparing a deal. *Joint Stock Company: Corporate Governance Issues*. No. 5 (May). (in Russian).
13. Brungild, S. G. (2007). Accounts receivable management. Moscow. 206 p. (in Russian).
14. Belogortseva, Yu. How to evaluate accounts receivable. Retrieved from:

<https://delprof.ru/press-center/experts-pubs/kak-otsenit-debitorskuyu-zadolzhennost/>

15. Хитчнер, Дж. Р. Справедливая стоимость. Оценка бизнеса, споры акционеров, бракоразводные процессы, налогообложение. Москва, 2009. 208 с.

16. Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)»: приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 20.05.2015 № 298. URL: <http://base.garant.ru/71034722/>

17. Фоменко А. Н. Методический подход к оценке ликвидационной стоимости объектов недвижимости. *Бюллетень СМАО «Оценочная деятельность»*, (2006). URL: [http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis\\_nbuv/cgiirbis\\_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE\\_FILE\\_DOWNLOAD=1&Image\\_file\\_name=PDF/a/ape\\_2012\\_7\\_52.pdf](http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/a/ape_2012_7_52.pdf)

18. В соответствии со ст. 138 Главы 7 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.2002 № 127-ФЗ; коэффициент, учитывающий начальную стоимость реализации, п. 10 ст. 59 Закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» в редакции от 17.06.2010; равен 20%. [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_39331/a77ff725e3930532f989e0303920eab33c7cf/e73/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39331/a77ff725e3930532f989e0303920eab33c7cf/e73/)

19. Вовк А. С., Козин П. А., Кузнецов Д. Д. Рекомендации по оценке активов для целей залога (версия 1). Санкт-Петербург, 2014. URL: [http://www.cpa-russia.org/upload/file/RPO\\_16092014\\_veb.pdf](http://www.cpa-russia.org/upload/file/RPO_16092014_veb.pdf)[http://www.cpa-ussia.org/upload/file/RPO\\_16092014\\_veb.pdf](http://www.cpa-ussia.org/upload/file/RPO_16092014_veb.pdf)

<https://delprof.ru/press-center/experts-pubs/kak-otsenit-debitorskuyu-zadolzhennost/> (in Russian).

15. Hitchner, J. R. (2009). Fair Value. Business valuation, shareholder disputes, divorce proceedings, taxation. Moscow. 208 p. (in Russian).

16. On approval of the federal appraisal standard “The purpose of appraisal and types of value (FSO No. 2)”: order of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation No. 298 dated 20.05.2015. Retrieved from: <http://base.garant.ru/71034722/> (in Russian).

17. Fomenko, A. N. (2006). Methodical approach to the assessment of the liquidation value of real estate objects. *Bulletin of SMAO “Appraisal activity”*. Retrieved from: [http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis\\_nbuv/cgiirbis\\_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE\\_FILE\\_DOWNLOAD=1&Image\\_file\\_name=PDF/a/pe\\_2012\\_7\\_52.pdf](http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/a/pe_2012_7_52.pdf) (in Russian).

18. In accordance with Art. 138 Chapter 7 of the Federal Law “On Insolvency (Bankruptcy)” dated 26.10.2002 No. 127-ФЗ; coefficient taking into account the initial cost of implementation, paragraph 10 of Art. 59 of the Law “On Mortgage (Pledge of Real Estate)” as amended on June 17, 2010; is equal to 20%. Retrieved from: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_39331/a77ff725e3930532f989e0303920eab33c7cfe73/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39331/a77ff725e3930532f989e0303920eab33c7cfe73/) (in Russian).

19. Vovk, A. S., Kozin, P. A., Kuznetsov, D. D. (2014). Recommendations for the assessment of assets for the purpose of collateral (version 1). St. Petersburg. Retrieved from: [http://www.cpa-russia.org/upload/file/RPO\\_16092014\\_veb.pdf](http://www.cpa-russia.org/upload/file/RPO_16092014_veb.pdf)[http://www.cpa-ussia.org/upload/file/RPO\\_16092014\\_veb.pdf](http://www.cpa-ussia.org/upload/file/RPO_16092014_veb.pdf) (in Russian).

## **ДО ПИТАННЯ ПРО ВИЗНАЧЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІЙ КОМПАНІЇ В РАМКАХ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ ЕКСПЕРТИЗИ**

**К. Маміконян**

Метою дослідження є розробка рекомендацій щодо визначення ринкової вартості акцій компанії в рамках фінансово-економічної експертизи. У статті розглянуті основні особливості використання комплексу підходів визначення ринкової вартості акцій, що включаються в витратний метод. Наведено також фактори, що впливають на ринкову вартість акцій, які, переважно враховувати експерту в ході визначення ринкової вартості акцій компанії при виробництві фінансово-економічних експертиз.

**Ключові слова:** оцінка акції, ринкова вартість, витратний підхід, метод вартості чистих активів, метод ліквідаційної вартості, справедлива вартість, фінансово-економічна експертиза.

## **TO THE ISSUE OF DETERMINING THE MARKET VALUE OF COMPANY SHARES WITHIN THE FRAMEWORK OF FINANCIAL AND ECONOMIC EXAMINATION**

**K. Mamikonyan**

The purpose of the study is to develop recommendations for determining the market value of the company's shares within the framework of financial and economic examination. The article reveals the main features of using a set of approaches for determining the market value of shares included in the cost method. The factors influencing the market value of shares are also given, which are mainly taken into account by an expert in the course of determining the market value of a company's shares in the production of financial and economic examinations.

**Key words:** valuation of a share, market value, cost approach, net asset value method, liquidation value method, fair value, financial and economic examination.